

経済・金融
フラッシュECB政策理事会
- 3 会合連続となる利下げを決定

経済研究部 主任研究員 高山 武士

TEL: 03-3512-1818 E-mail: takayama@nli-research.co.jp

1. 結果の概要: 3 会合連続利下げ

12月12日、欧州中央銀行（ECB：European Central Bank）は政策理事会を開催し、金融政策について決定した。概要は以下の通り。

【金融政策決定内容】

- 政策金利の引き下げを決定（預金ファシリティ金利で0.25%ポイントの引き下げ）

【記者会見での発言（趣旨）】

- 見通しは実質成長率を24年0.7%、25年1.1%、26年1.4%、27年1.3%と予想（下方修正）
（前回9月は24年0.8%、25年1.3%、26年1.5%）
- インフレ率を24年2.4%、25年2.1%、26年1.9%、27年2.1%と予想（下方修正）
（前回9月は24年2.5%、25年2.2%、26年1.9%）
- コアインフレ率を24年2.9%、25年2.3%、26年1.9%、26年1.9%と予想（下方修正）
（前回9月は24年2.9%、25年2.3%、26年2.0%）
- 0.25%ポイントの利下げは理事会メンバー全員の合意を得た
- 0.50%ポイントの可能性を検討する提案もあった
- これまでよりもインフレリスクは上振れと下振れの両面にある

2. 金融政策の評価: ディスインフレ過程は順調に進んでいるとして連続利下げを決定

ECBは今回の会合で、ディスインフレ過程が順調に進んでいる（on track）として、市場予想通りとなる預金ファシリティ金利の0.25%ポイントの引き下げを決定した。今年6月に利下げを開始して以降、4回目の利下げ（9月以降は3回連続での利下げ）となった。

今回の会合ではスタッフ見通しが作成され、市場の政策金利見通しがやや低下するなか¹、成長率とインフレ率が双方とも下方修正された。また、公表された声明文では「十分に制限的」などの表現が変更された。

これまで利下げが進み、足もとでは利下げペースが加速、声明文の表現も変更されたため、記者会見では今後の利下げ方針や、中立金利に関する質問が目立った。

ラガルド総裁は、今後の政策金利方針はこれまでと同様、金利経路は事前に確約しないこと、デ

¹ スタッフ見通しでは政策金利経路の前提は明かされていない（具体化されていない）が、3か月 EURIBOR の前提が24年3.6%、25年2.1%、26年2.0%、27年2.2%と9月の前提（24年3.6%、25年2.4%、26年2.2%）から引き下げられている。

一タに依存して会合毎に決定を行うという従来通りの姿勢を示した。声明文の文言修正も、1.0%ポイントの利下げや、インフレ率が目標に近づいた点を踏まえた自然な変更であり、今後の政策についての示唆はないとの趣旨を回答している。

中立金利については時期尚早で、今回の会合でも議論しなかったとする一方、1年ほど前に公表されたレポートに言及、以前よりも少し高くなっていると見られることや具体的な推計範囲（1.75%から2.5%）に言及した上で、金利がこの付近に到達したら議論するだろうとも回答している。

なお、前回10月会合でラガルド総裁はインフレリスクについて、やや下振れリスクが大きいと（個人的に）考えていることを明らかにしていたが、今回の会見では、インフレリスクは両面にあると（メンバーの共通認識を）回答している。ただし、上振れリスクの警戒感が強かったこれまでよりも、下振れリスクへの警戒感が強まっているという趣旨であり、これまでのリスク認識には大きな変化はないと思われる。

金融政策姿勢については、データ次第の姿勢に変化はないものの、見通しが下方修正されるなど景気下振れによるデシインフレの加速への警戒感が増している状況は変わっていないと見られる。インフレリスクが上下にあるため、今後利下げ幅を拡大させる可能性は小さいと思われるが、最新の見通し通り、景気回復の足取りが遅い状況が続けば、中立金利付近までの利下げを阻む障害も大きくないと考えられる。

3. 声明の概要(金融政策の方針)

今回の政策理事会で発表された声明は以下の通り。

- 理事会は、更新されたインフレ見通し、基調的なインフレ動向、金融政策の伝達の強さの評価に基づいて、本日、特に理事会が金融政策姿勢の操作に用いる預金ファシリティ金利など3つの主要政策金利を0.25%ポイント引き下げることを決定した
- デシインフレ過程は順調に進んでいる (on track)
 - ✓ スタッフのインフレ見通しは年平均で24年2.4%、25年2.1%、26年1.9%、拡大されたEU排出量取引制度が運用される27年には2.1%である
 - ✓ エネルギーと食料品を除くインフレ見通しは年平均で24年2.9%、25年2.3%、26年と27年で1.9%である
- 基調的なインフレ指標のほとんどが、インフレ率が理事会の中期の2%目標前後に持続的に落ち着くことを示唆している
 - ✓ 域内インフレ率は緩やかに低下しているが、依然として高く、特定部門の賃金や物価が過去のインフレ高騰に対して遅れて調整を続けていることが主因である
- 理事会の最近の利下げにより、企業や家計に対する新規貸出費用が段階的に低下しているため、金融環境は緩和している
 - ✓ しかしながら、金融政策は引き続き制限的であり、過去の利上げが信用残高に依然として

影響しているため、金融環境の引き締まりは継続している

- スタッフは9月見通しと比較してより遅い経済回復を予想している
 - ✓ 今年7-9月期は成長率が加速したが、サーベイ指標からは今期の減速が示唆されている
 - ✓ スタッフは経済成長率が24年0.7%、25年1.1%、26年1.4%、27年1.3%と見ている
 - ✓ 予想された回復は、主に、家計のより多くの消費や企業の投資上昇をもたらす実質所得の上昇にかかっている
 - ✓ 時間の経過につれて、制限的な金融政策の効果が解消し、域内需要の改善を支えると見られる

- 理事会は、確実にインフレ率を中期的な2%目標で持続的に安定させると決意している（「速やかに…目標に戻す」との表現を修正）
 - ✓ 理事会は適切な金融政策姿勢を決定するために引き続きデータ依存で、会合毎のアプローチを行う（「適切な制限水準と期間を決定するため」との表現を修正）
 - ✓ 特に金利の決定は経済・金融データに照らしたインフレ見通し、基調的インフレ率の動向、金融政策の伝達の強さへの評価に基づいて行う
 - ✓ 理事会は、特定の金利経路を事前に確約しない
 - ✓ （「この目的のために、政策金利を必要とされる期間にわたり十分に制限的に維持する」との表現は削除）

（政策金利、フォワードガイダンス）

- 理事会は3つの主要政策金利を0.25ポイント引き下げることを決定した（金利の引き下げを決定）
 - ✓ 預金ファシリティ金利：3.00%
 - ✓ 主要リファイナンスオペ（MRO）金利：3.15%
 - ✓ 限界貸出ファシリティ金利：3.40%
 - ✓ 24年12月18日から実施

（資産購入プログラム：APP、パンデミック緊急資産購入プログラム：PEPP）

- APPの元本償還分の再投資（変更なし）
 - ✓ APP残高は償還分を再投資しておらず、秩序だった予測可能なペース（measured and predictable pace）で削減している

- PEPP元本償還分の再投資実施（内容の変更なし）
 - ✓ ユーロシステムはもはやPEPPの元本償還の全額を再投資せず、月額平均75億ユーロ削減する
 - ✓ 理事会はPEPPの再投資を24年末で終了する

➤ (PEPP償還再投資の柔軟性についての記載は削除)

- ✓ 「理事会は引き続きPEPPの償還再投資について、コロナ禍に関する金融政策の伝達機能へのリスクに対抗する観点から、柔軟性を持って実施する」の記載は削除)

(資金供給オペ)

➤ 流動性供給策の監視 (現状認識の更新)

- ✓ 銀行は今月には貸出条件付長期資金供給オペで、残った借入の返済を行うと見られ、これによりバランスシートの正常化過程の当該部分が終了する
- ✓ 「理事会は条件付貸出オペと現在実施されているその返済が金融政策姿勢にどのように貢献しているかを定期的に評価する」の記載は削除)

(その他)

➤ 金融政策のスタンスとTPIについて (内容の変更なし)

- ✓ インフレが2%の中期目標で持続的に安定し、金融政策の円滑な伝達機能が維持されるよう、すべての手段を調整する準備がある
- ✓ 加えて、伝達保護措置 (TPI) は、ユーロ圏加盟国に対する金融政策伝達への深刻な脅威となる不当で (unwarranted)、無秩序な (disorderly) 市場変動に対抗するために利用可能であり、理事会の物価安定責務の達成をより効果的にするだろう

4. 記者会見の概要

政策理事会後の記者会見における主な内容は以下の通り。

(冒頭説明)

➤ (声明文冒頭に記載の政策姿勢への言及)

➤ 経済とインフレ率の状況をどう見ているかの詳細と金融・通貨環境への評価について述べたい

(経済活動)

➤ 経済は7-9月期に予想を上回る0.4%成長となった

- ✓ 成長は、主に、夏の旅行拡大という一時的な要因を含む消費の増加と企業の在庫積み増しによって主導された
- ✓ しかし、最新の情報では勢いが弱まっていることが示唆されている
- ✓ サーベイ指標では製造業が引き続き縮小し、サービス業の成長も鈍化している
- ✓ 企業は需要の弱さと見通しの高い不確実性から投資支出を控えている
- ✓ 輸出もまた弱く、いくつかの欧州産業は競争力維持が課題である

➤ 労働市場は引き続き強靱である

- ✓ 雇用者数は7-9月期に予想を上回る0.2%成長となった

- ✓ 失業率は10月に6.3%と引き続き歴史的低水準で推移している
 - ✓ その間、労働需要は弱まっている
 - ✓ 欠員率 (job vacancy rate) は7-9月期に2.5%に低下し、ピークよりも0.8%ポイント低く、サーベイ調査もまた今期の求人がさらに少ないことを示している
- 以前の見通しよりもゆっくりとだが、時間の経過とともに経済は強くなると見られる
- ✓ 実質賃金の上昇が家計支出を強化するだろう
 - ✓ より利用しやすい信用供与が消費や投資を押し上げるだろう
 - ✓ 貿易摩擦が激化しなければ、世界的な需要の改善に伴い、輸出も回復を支えるだろう
- 財政政策、構造政策は我々の経済をより生産的、競争的、強靱化させるよう実施されるべきである
- ✓ そのために、マリオ・ドラギ氏の欧州の競争力強化のための提案と、エンリコ・レッタ氏の単一市場強化の提案を、具体的かつ野心的な構造政策を伴う形で迅速に追求することが肝要である
 - ✓ 我々は、EUの修正された経済統治枠組み (economic governance framework) の一部である、欧州委員会による、各国政府の財政・構造政策の中期計画 (medium-term plans for fiscal and structural policies) への評価を歓迎する
 - ✓ 政府はこの枠組みのもと、完全に遅延なく自信の確約 (commitments) を実行することに焦点をあてるべきである
 - ✓ これにより、成長促進の改革と投資を優先させつつ、政府の財政赤字と債務比率を持続的な基準に引き下げる助けになるだろう

(インフレ)

- インフレ率はユーロスタットの速報値によれば、前年比で10月の2.0%から11月には2.3%に上昇した
- ✓ この上昇は予想されていたもので、主に、エネルギー関連のベース効果による押し上げを反映している
 - ✓ 食料インフレは2.8%にやや低下し、サービスインフレは3.9%となった
 - ✓ 財インフレは0.7%に上昇した
- 域内インフレはサービスインフレと密接に連動しており、10月には少し鈍化した
- ✓ しかし、4.2%で引き続き高い。
 - ✓ これは強い賃金上昇圧力と一部のサービスぐっかが過去のインフレ高騰の影響に遅れて調整を続けていることを反映している
 - ✓ 基調的なインフレ率は、全体的にはインフレ目標の持続的な回帰に沿う形で進展している
- 1人あたり雇用者報酬は4-6月期の4.7%から4.4%に減速した

- ✓ 生産性が安定するなかで、単位労働コストの伸びがこれに貢献した
 - ✓ スタッフは、労働コストが、賃金上昇率の低下と生産性の上昇によって見通し期間にわたってより低下すると予想している
 - ✓ 加えて、利益も特に短期においては高い労働コストの物価への効果を一部相殺し続けている
- インフレ率は、依然のエネルギー価格の急落が前年比の影響から外れ、短期的には現在の水準前後で変動するだろう
- ✓ その後、インフレ率は中期的な2%目標付近で持続的に落ち着くだろう
 - ✓ 労働コスト圧力の緩和と過去の金融引き締めのも消費者物価への影響が続いていることが、この過程を助けている
 - ✓ ほとんどの長期のインフレ期待は2%付近で推移しており、市場基準の中期から長期にかけてのブレイクイーブンインフレ率 (inflation compensation) は全会10月会合後に大幅に低下している

(リスク評価)

- 成長率に対するリスクは引き続き下方に傾いている
- ✓ 世界貿易の摩擦が拡大するリスクはユーロ圏の輸出停滞や世界経済の弱さにより成長率の重しになる可能性がある
 - ✓ 信頼感の低さによって、消費や投資が予想通りの速度で回復しない可能性がある
 - ✓ これは地政学的リスク、例えばロシアの正当化されないウクライナとの戦争や、中東での悲劇的な紛争によって増幅される可能性があり、エネルギー供給者や世界貿易が混乱しうる
 - ✓ 金融政策引き締めの効果がラグをもって予想以上に長く続けば成長率が低下する可能性がある
 - ✓ 資金調達環境の緩和やインフレ率の低下が域内の消費や投資回復を加速させれば、成長率が高まる可能性がある
- インフレ率は賃金や利益が予想以上に上昇すれば、上振れする可能性がある
- ✓ インフレ率の上方リスクはまた、特に中東における地政学的緊張の高まりがエネルギー価格や運送費用を短期的に上昇させ、世界貿易を混乱させることが含まれる
 - ✓ 加えて、異常気象や気候変動危機の展開が、食料品価格を予想以上に上昇させる可能性もある
 - ✓ 対照的に、インフレ率は信頼感の低さや地政学的な事件によって消費や投資が予想通りの速さで回復しない、金融政策が予想以上に需要を低下させる、もしくは、予想外に世界経済が悪化することで低下する可能性がある
 - ✓ 世界的な貿易摩擦の高まりはユーロ圏のインフレ見通しをより不透明にするだろう

(金融・通貨環境)

- ユーロ圏の市場金利は、経済見通しの悪化を反映して、前回10月会合以降にさらに低下した
 - ✓ 資金調達環境は引き続き制限的だが、我々の利下げは企業や家計の借入コストを段階的に低下させている

- 10月の企業向け新規貸出平均金利は4.7%で1年前のピークからおよそ0.5%ポイント低下した
 - ✓ 市場における負債発行コストはピークから1%ポイントほど低下した
 - ✓ 10月の新規住宅ローンの平均金利は3.6%で23年のピークからおよそ0.5%ポイント低下したが、住宅ローン残高の平均金利は依然として上昇傾向にある

- 銀行の企業向け貸出は低水準から緩やかに上向き、10月には前年比1.2%まで上昇した
 - ✓ 企業による債券発行は前年比3.1%上昇し、ここ数か月は同様の伸び率である
 - ✓ 住宅ローン貸出は10月にも緩やかな上昇が続いており、前年比0.8%となった

- 我々の金融政策戦略に沿って、理事会は金融政策と金融安定の相互関係を包括的に評価した
 - ✓ ユーロ圏の銀行は引き続き強靱であり、金融市場のストレス兆候はほとんどない
 - ✓ しかしながら、金融安定へのリスクは引き続き高まっている
 - ✓ マクロプルーデンス政策は、引き続き、積みあがる金融のぜい弱性に対応するための最善の手段であり、強靱性を強化し、マクロプルーデンスの余地を確保するものである

(結論)

- (声明文冒頭に記載の決定に再言及)

(質疑応答 (趣旨))

- 本日の決定に至るまでに交わされた議論の一般的な雰囲気について。0.25%ポイントの利下げが賛成された議論の鍵は何だったか
 - ✓ インフレに勝利し「任務完了」した訳ではないがインフレが中期的に2%の目標に到達する観点からは、本当に順調に進んでいると認識された
 - ✓ 0.25%ポイントの利下げは理事会メンバー全員の合意を得た
 - ✓ いくつかの議論があり、0.50%ポイントの可能性を検討する提案もあった
 - ✓ しかし、全体的な合意として、全員が0.25%ポイントの利下げが正しいとする決定に至った
 - ✓ これには3つの鍵となる要素があったと考える
 - ✓ 1つ目は我々の予測が6回連続で2%に収れんしていること
 - ✓ 2つ目は過去のショックが解消し、基調的なインフレ率を押し下げたこと
 - ✓ 3つ目はインフレへのリスクが両面にあること

- ▶ 政策金利を制限的な水準に維持し、当面は十分に制限的にするとの文言が削除されたことについて。これは次回の会合でより大幅な利下げが行われる可能性を意味するのか、あるいは少なくとも議論はされるのか
 - ✓ (直接的の回答なし)
 - ✓ サービスインフレは依然として高い

- ▶ インフレ率について。インフレ目標に関するリスクをどうみるか。下振れリスクは上振れリスクよりも高いか。何のリスクがあるのかについて教えて欲しい
 - ✓ インフレに関するリスクは声明文に明確に述べられている
 - ✓ 以前よりもリスクは両面にあるというのが、我々の分析である

- ▶ 制限的な政策の必要性について変更した際、何か中立金利に関する議論をしたのではないか。その議論について少し教えて欲しい、また理事会は現在の政策がこの中立金利からどの程度離れていると考えているのか教えて欲しい
 - ✓ 中立金利については、およそ1年前に公表した出版物を参照することをおすすめする
 - ✓ ここ2日間は中立金利について議論していない

- ▶ これまでの市場の動きによれば、1月の利下げ幅が0.50%ポイントに拡大すると見られている。これに対する考えはあるか
 - ✓ 何か考えている訳ではない
 - ✓ 我々はこれからもデータ次第、会合毎に決定し、事前に確約された経路はない

- ▶ 米国が欧州に関税を課したら何が起きるか。ECBは反応するか
 - ✓ 保護主義的な措置は成長には寄与せず、究極的にはインフレ率に及ぼす影響は不透明な部分が多い

- ▶ インフレ率とコアインフレ率は責務である2%付近に落ち着くとみられる。米国経済が活発となるなかで、域内需要と成長の双方が低迷しているので、改善させることに集中する時と考えるか
 - ✓ 我々の焦点は物価の安定である
 - ✓ これが我々の責務であり、各経済主体が自身の決定のもと、成長や価値を創造することを支えるよう、我々ができる最善のことである

- ▶ 政策金利を十分に制限的に維持するとの言及が削除されたことについて。この文言は多くの人には引き締めと見ており、ECBもそうだと思うが、これが削除されたということは緩和に傾くことを意味するのか。それは行き過ぎなのか。これに対する意見に興味がある
 - ✓ 声明の第4パラグラフに明確に述べられているが、我々は現在、制限的である
 - ✓ すでに4回、1%ポイントの利下げを行い、完全に異なる環境にいる

- ✓ 目標に近づき、十分な期間制限的であること、目標に対して迅速であることへの言及を削除することは自然であった
- スタッフ見通しについて。9月の議事録によれば、9月見通しは、作成〆切 (cutoff) と会合の間に発生した種々の出来事のため、作成された時点ですでに楽観的すぎるとの懸念があった。今回も同じ状況なのか。もし、見通しが楽観的すぎると判明したときに、どのように対応するのか議論したか
 - ✓ スタッフは事実や疑いの余地のないことに対して、誠実・忠実であり、出来る限り最善の判断をしていると考えている
 - ✓ 彼らの見通しを疑う理由はない
 - ✓ 声明では下振れリスク、特に成長の下振れリスクについてより精緻な表現が使われており、不確実性の高さを前提にすれば、リスクの測定を強化することも正しいアプローチと考えられる
- P E P PとT P Iについて。金融政策の波及へのリスクに対処するために利用されていた、P E P Pの償還再投資による柔軟性がもはやなくなる。P E P Pの償還再投資が終了し、金融政策の機能に介入する手段がT P Iだけになる影響をどのように考えるか。現在、スプレッドはほとんど動いておらず、市場は驚いている。例えば、フランス国債の対独スプレッド (OAT-Bund spread) は大きな混乱にもかかわらず、ほとんど動いておらず、トレーダーの中にはT P Iが使われていると疑う向きもある。我々はT P Iが使われているか知ることができるのか。少なくともP E P Pの償還再投資についてはその利用が知られていた
 - ✓ 柔軟性が最後に使われたのは22年夏でそれ以来、まったく使われていない
 - ✓ T P Iについては議論していない
 - ✓ もし条件、規約、公布、様式に興味があれば、すばらしい報道発表資料がある
- 6回連続での25年の2%目標を見ている見通しへの信頼度の高まりに関して、信頼度が高まれば、データ依存が続く中でも、データは反しない限り、見通しには市場の政策金利経路が前提とされているので、E C Bが次回の会合で利下げすると推測することは正しいのか
 - ✓ 我々はデータ依存であり、特定の時点で特定の何かを推測することは正しいアプローチではないと思う
 - ✓ 我々は特定の経路は確約していない
- 見通しの成長率がすでにかなり低いということを考えると、米国の新政権から予想される成長の減速を織り込んでいるのか、
 - ✓ 米国の時期政権が決定する可能性がある政策については、ベースラインに織り込まれていないが、私の記憶では減税の延長は例外であり、考慮されている
 - ✓ 貿易の不確実性については、リスク評価の部分に含められている

- 特定の加盟国での政情不安は目標到達へのリスクとなるのか、ECBはそれにどのように対応するのか
 - ✓ 特定の加盟国についてはコメントしない
 - ✓ いくつかの加盟国が予算提出していないことに起因する不確実性がある
 - ✓ 少なくとも4か国が古い予算で運営されているか、予算がない状態にある
 - ✓ 予算が不透明であるため、財政見通しがやや複雑になっている

- 為替レートを目標にしていないことは承知しているが、インフレ率の点からユーロがパリティ（1ユーロ=1ドル）を下回ることは追加の懸念事項となるか
 - ✓ 我々は為替レートを目標にしていないが、明らかにインフレ率に影響を及ぼすため、注視しており、今後の数週間、数か月は注意を払い続けるだろう

- 金融政策の制限度合いについて。引き続き制限的であるようだが、依然としてかなり制限的なのか、あるいはわずかに制限的なのか、異なるメンバーが異なる見解を述べているので、示して欲しい
 - ✓ 月曜日に特にこの問題について講演を行うので、その講演を見ることを強くお勧めする

- 金融政策の方向性とは関係ないが、来年2月、ドイツで新たな総選挙が計画されており、右派政党のドイツのための選択肢（AfD）がEUやユーロからの離脱を訴えている。この主張は新しくはないが、今回の選挙ではこの政党への支持が強いと見られ、ECBが存在するなか、誰がユーロシステムの民主主義を守るのか、今、何が言えるか
 - ✓ EUは設立加盟国によって設立され、そのひとつがドイツである
 - ✓ 私は、設立の根底にある歴史が、すべての人の心にしっかりと刻まれていることを心から願っている

- 中立金利について。余地があるのか、まったくないのか、異なるメンバーが異なる見解を示している。あとなの見解はどうか
 - ✓ 複数の理由から中立金利は以前より少し高いというのが共通見解であると思う
 - ✓ 現時点では時期尚早だが、スタッフのレポートでは1.75%から2.5%の範囲が示されていたと記憶している
 - ✓ そこに近づいた時、議論することになるだろう

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。